

14 mai 2009

Nº 64

# Crise coloca em xeque ciclo de expansão do mercado financeiro internacional

Por Ernani Teixeira Torres Filho e  
Gilberto Rodrigues Borça Junior  
Superintendente e economista da APE

**Valor de mercado das instituições financeiras caiu de US\$ 1,4 tri em janeiro de 2007 para US\$ 400 bi em abril de 2009**

A crise financeira internacional está prestes a entrar em seu terceiro ano. Alguns

marcam seu início em abril de 2007, com a falência da New Century Financial Corporation - o segundo maior credor de hipotecas *subprime* dos EUA. Outros preferem agosto do mesmo ano, quando o banco francês BNP-Paribas decidiu suspender o resgate de alguns de seus fundos hipotecários. Independentemente, do mês de seu ini-

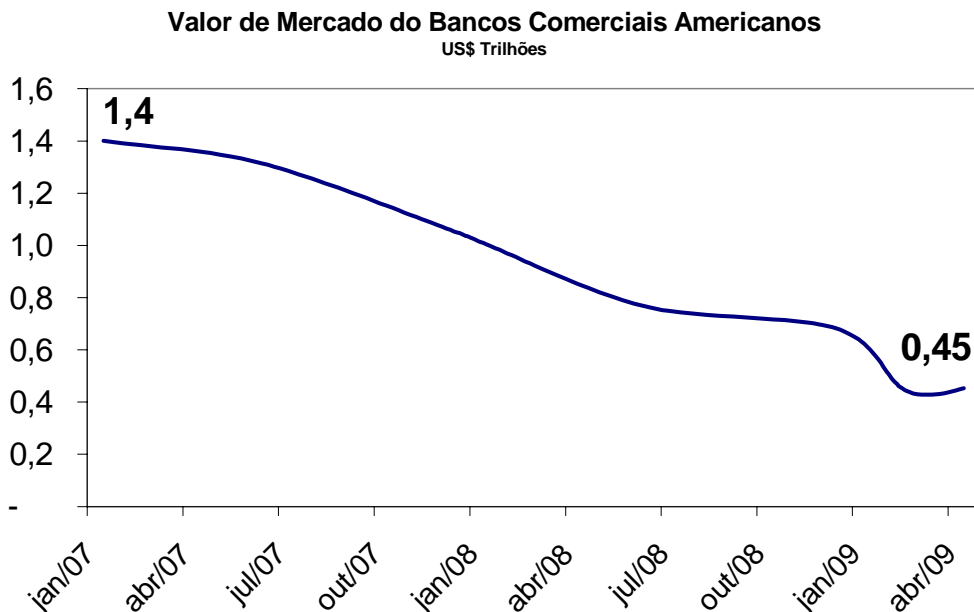
cio, o fato é que desde então a crise vem se agravando.

Originalmente a turbulência financeira era vista como um fenômeno passageiro e de pequena dimensão. Ben Bernanke, presidente do Federal Reserve, chegou a declarar que se tratava de um problema localizado no segmento *subprime* do mercado imobiliário e que teria impacto limitado e pouco significativo para o resto da economia e para o sistema financeiro. Desde então, o sistema bancário dos EUA - que é o "coração" do sistema

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

## Gráfico 1 - EUA: Evolução do Valor de Mercado dos Bancos Comerciais Americanos

Em US\$ trilhão



Fonte Bloomberg

financeiro internacional – vem sendo duramente atingido e teve que ser resgatado por sucessivos programas de apoio financeiro governamental para evitar uma situação de falência generalizada. Nem assim, grandes bancos de investimento americanos, como o Bear Stearns e o Lehman Brothers, conseguiram sobreviver.

As perdas acumuladas pelos bancos americanos são muito elevadas. Entre janeiro de 2007 e abril de 2009, o valor de mercado dessas instituições se reduziu de US\$ 1.400 bilhões para pouco mais de US\$ 400 bilhões, um

montante que, grosso modo, se aproxima do aporte do governo americano nessas instituições.

Diante desse cenário, esse número do Visão do Desenvolvimento tem o objetivo de traçar um panorama da crise financeira atual buscando mostrar suas origens, seus principais determinantes e suas perspectivas de desdobramento no futuro próximo.

### O ciclo de ouro da expansão financeira

A partir do início da década de 1980, as limitações aos fluxos de

capitais de curto prazo, presentes nos acordos internacionais e nas legislações locais, foram sendo paulatinamente eliminadas. Desde então, a mobilidade do capital financeiro passaria a ser não só legalmente permitida, como também incentivada.

Para tanto, era necessário que fossem adotadas, em todo o mundo, reformas baseadas em três pontos básicos: i) desregulamentação; ii) redução do papel dos bancos na intermediação bancária e; iii) internacionalização dos mercados financeiros. Nesse sentido, revogaram-se leis e normas nacionais

que inibiam a atuação internacional

das instituições financeiras e que permitiam aos governos impor limitações à entrada e saída de fluxos de capitais de curto prazo e a investimentos estrangeiros no setor financeiro. O mesmo aconteceu com as restrições que estabeleciam separação rígida entre as atividades dos bancos e as dos mercados de capitais, e entre as atividades de curto e as de longo prazo.

A partir dessas reformas, surgiu um sistema financeiro globalmente unificado, no qual os bancos continuaram a ser atores importantes, mas passaram a ter um papel inteiramente novo. Em lugar de captarem recursos do público e carregarem créditos por

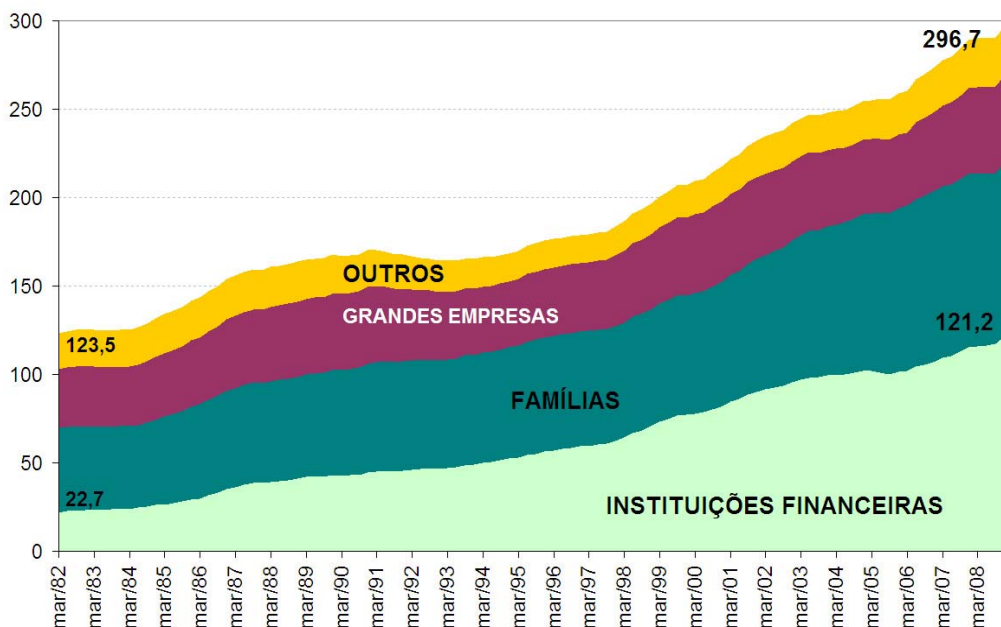
prazos mais longos, transformaram-se em estruturadores de negócios. Sua responsabilidade por carregar operações passou a se limitar ao curto espaço de tempo entre a geração de um determinado negócio (por exemplo, uma hipoteca) e a posterior transferência desses créditos, a partir de estruturas de securitização (p.e., fundos de investimentos), a investidores dos mercados de capitais. Era a consagração de um novo modelo de negócios no setor bancário, conhecido por “Originação e Distribuição”.

O processo de securitização do crédito foi a i n d a a c o m p a n h a d o , s i m u l t a n e a m e n t e ,

pela terceirização de outras atividades que, até então, também tinham sido características da atividade bancária: a análise de risco das operações e a captação de recursos dos investidores.

O risco passou a ser avaliado por empresas classificadoras privadas que, em princípio, não deviam estar envolvidas com essas operações. Na medida em que o destino final dos créditos estruturados era o mercado de capitais, os bancos estruturadores de operações tinham que se preocupar apenas em obter um grau de risco adequado por parte dessas agências de *rating* para conseguirem acessar investidores qualificados, como fundos de pensão.

## Gráfico 2 - EUA: Evolução do Crédito Doméstico Privado (Em % do PIB)



Fonte: Bloomberg

Do mesmo modo, a captação de recursos, mesmo para as atividades de financiamento intermediário, passava a ser feita por outras instituições específicas, como os fundos de investimento, particularmente os *money market funds*<sup>1</sup>. Nesse cenário, os bancos

estruturadores tinham, através dos mercados interbancários, a garantia da colocação de operações estruturadas que minimamente atendessem às “boas práticas do mercado”.

Os ganhos dos bancos passaram a se originar, basicamente, das taxas cobradas ao longo da montagem e estruturação das operações e não tanto sobre o crédito oferecido durante o período de montagem. As elevadas rentabilidades oferecidas a investidores, por sua vez, passaram a advir da sua ca-

<sup>1</sup> Os *money market funds* são um tipo de fundo de investimento de curto prazo existente nos EUA que é obrigado por lei a investir em títulos de baixo risco e que, por isso, pagam retornos próximos às taxas de juro de curto prazo. Esses fundos normalmente investem em títulos públicos, certificados de depósito, *commercial papers* das empresas ou outros títulos de alta liquidez e baixo risco.

pacidade de reter ativos de forma alavancada, uma vez que as margens médias praticadas nos negócios financeiros passaram a ser cada vez menores.

O resultado desse processo pode ser visto no Gráfico 2. Entre 1982 e 2009, o Crédito Doméstico Privado nos Estados Unidos passou de 123% do PIB americano para quase 300%, um salto próximo a 180 pontos percentuais. Todo esse crescimento deveu-se praticamente ao aumento da demanda das instituições financeiras não-bancárias, ou seja,

destinou-se em sua quase totalidade a

apoiar o processo de securitização. Graças a essa expansão do crédito, instituições não-bancárias, como os fundos de investimento, podiam alavancar carteiras até 60 vezes maiores que seu capital próprio.

### **O processo de deflação de ativos e a resposta dos Bancos Centrais**

Com a crise do *subprime* (ver Visão do Desenvolvimento nº 44 e nº 50), os imóveis nos EUA começaram a se desvalorizar pela primeira vez em quase uma década. Entre junho de 2006 (pico) e o início de 2009, a queda havia sido, em média, de 40%. A partir do segundo semestre de 2008, o processo

de deflação se generalizou para outros ativos. Primeiro foram as bolsas de valores, impactadas pelos resultados negativo das instituições financeiras. Posteriormente, foi a vez das *commodities*. Após serem objeto de um *boom* especulativo ao longo do primeiro semestre de 2008, os preços das *commodities* começaram a ceder a partir de julho. De acordo com o Banco de Desenvolvimento da Ásia, a deflação de ativos tinha, desde os momentos de pico, provocado perdas acumuladas da ordem de US\$ 50 trilhões, cerca de

3 vezes o

**Deflação de ativos pode ter causado perda acumulada de US\$ 50 tri, ou três vezes o PIB dos EUA**

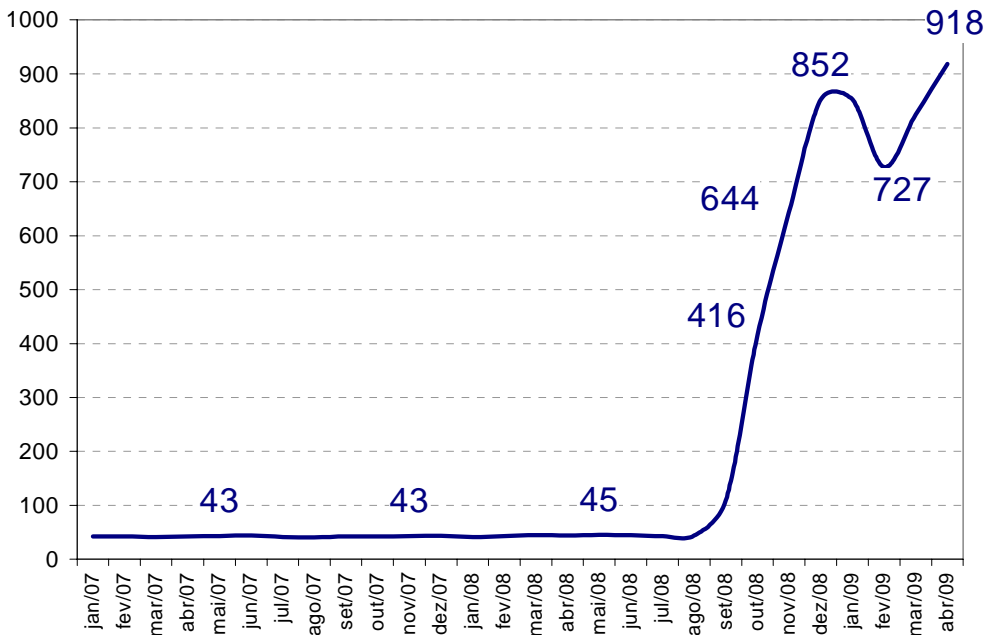
Produto Interno Bruto americano em 2008.

A deflação de ativos foi acentuada pelo pânico que se seguiu à falência do Lehman Brothers em setembro de 2008. Essa decisão do governo americano provocou perdas elevadas em fundos de aplicações de curto prazo, particularmente em *money market funds*, acelerando um processo de fuga de capitais em busca de refúgio em ativos públicos.

Esse episódio foi o momento auge de um processo de revisão generalizada da solidez dos instrumentos de garantia e das convenções que deram suporte ao processo de securitização por mais de duas décadas. Os investidores perceberam, entre outras coisas, que:

a) as avaliações feitas pelas agências de *rating* tinham se

**Gráfico 3: Depósitos dos Bancos Americanos no FED**  
US\$ bilhões



Fonte: Federal Reserve

baseado em modelos estocásticos frágeis, que não se sustentavam em condições de perdas generalizadas;

b) a divisão das cotas dos fundos de investimento em tranches de diferentes risco-retorno (tranchismo) não refletiam o real risco das operações;

c) as seguradoras de crédito –

2 As SIV são um tipo de fundo de investimentos existente nos EUA que tentam se apropriar das diferenças entre as taxas cobradas em captações de curto prazo e as pagas por produtos financeiros securitizados, como os *asset-backed securities* (ABS). Esses fundos emitem títulos de dívida de curto prazo (*commercial papers*) que são continuamente renovados e compram papéis de prazo mais longos de maturação, que são, por isso mesmo, menos líquidos, mas que pagam taxas mais elevadas.

como a AIG e outras – não teriam condições de atender ao volume de inadimplimentos que se anunciava; e

d) os mecanismos de terceirização dos créditos – como os *Structured Investment Vehicles* – SIV<sup>2</sup> – não impediriam os bancos de, diante da crise, se verem obrigados a garantir a totalidade dos créditos que haviam repassado a essas empresas de propósito específico – créditos de péssima qualidade, chamados de “lixos tóxicos”.

Diante desse cenário, os únicos ativos que continuavam – e continuam – a ser vistos como “cor-

retamente” precificados são as dívidas dos governos. Por isso, desencadeou-se uma fuga desenfreada em direção à riqueza pública, com a contrapartida da brutal desvalorização dos ativos privados.

A pronta resposta dos governos, particularmente dos bancos centrais, de ampliar seus balanços e acomodar o excesso de demanda por ativos públicos contribuiu para estabilização dos mercados que vem sendo observada desde o início de 2009. A oferta abundante de liquidez por parte das autoridades mone-

tárias é medida eficaz para evitar uma

quebra generalizada do sistema bancário. Entretanto, não é um instrumento capaz de, por si só, forçar os bancos a voltarem a oferecer crédito abundante e a taxas atraentes. Por esse motivo, tanto nos EUA quanto na Europa, a primeira resposta do setor bancário foi deixar essa liquidez depositada nos próprios bancos centrais. Nos Estados Unidos, por exemplo, enquanto o FED ampliava seu balanço em cerca de US\$ 1 trilhão a partir de setembro de 2008, os bancos americanos, como se pode ver no Gráfico 3, aumentavam seus depósitos na autoridade monetária em mais de US\$ 900 bilhões.

## Conclusões e perspectivas

Apesar dos enormes esforços que vêm sendo empreendidos pelos governos dos países ricos e dos emergentes, o sistema bancário vem sendo lento em retomar o crédito. Como buscamos mostrar, a atual da crise financeira representa o fim de um longo ciclo de expansão do crédito, na medida em que as instituições e convenções que sustentaram a rápida expansão do sistema financeiro internacional nos últimos anos estão em xeque. Os mecanismos de garantia e de precificação dos ativos priva-

dos precisam ser reconstruídos.

As medidas em cur-

so desde setembro de 2008 estão, seis meses depois, mostrando sinais de conseguir conter a desaceleração do crédito. Entretanto, a retomada de um novo ciclo de expansão financeira, como o que assistimos entre 1982 e 2008, terá que ser feita com base em normas, instituições e regulações diferentes dos dominantes no passado recente. As perspectivas apontam para um novo sistema que operará menos alavancado, mais centrado em bancos, com instituições mais reguladas e com uma forte presença do Estado, quer diretamente que de forma indireta. Essa transição, no entanto, não deve ocorrer de forma rápida e muito menos será indolor.



O BANCO DO DESENVOLVIMENTO  
DE TODOS OS BRASILEIROS

Se você quer receber os próximos números desta  
publicação envie e-mail para  
*[visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br](mailto:visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br)*.